

➤ **事件：上海家化披露 2024 年半年度业绩。** 24H1，公司实现营收 33.21 亿元，yoy-8.51%；归母净利润 2.38 亿元，yoy-20.93%；扣非归母净利润 2.35 亿元，yoy-10.36%。单 Q2 看，公司实现营收 14.15 亿元，yoy-14.21%；归母净利润-0.18 亿元，yoy-125.80%；扣非归母净利润-0.58 亿元，yoy-265.08%。

➤ **高毛利产品销售占比增加，24H1 毛利率同比+0.9pct 至 61.1%。** 1) **毛利率方面：**24H1/Q2，公司毛利率为 61.13%/58.25%，同比+0.88/-0.85pct，24H1 毛利率提升主要系部分原材料和包装材料的采购价格下降及高毛利产品销售比重增加；2) **费用率方面：**24H1/Q2，公司销售费用率为 43.41%/51.77%，yoy-0.11/+4.83pct；管理费用率为 7.56%/8.99%，yoy-0.79/+1.57pct，24H1 管理费用率下降主要系①公司组织架构人员调整，工资福利类费用同比下降，以及②公司股权激励计划结束，24H1 股份支付费用同比下降；研发费用率为 2.07%/2.39%，yoy-0.07/-0.33pct，24H1 研发费用率下降主要系①工资福利类费用同比下降，以及②研发部分资产折旧日期到期使得折旧费用同比下降；3) **净利率：**24H1/Q2，公司归母净利率为 7.17%/-1.29%，同比-1.13/-5.56pct；扣非归母净利率为 7.08%/-4.11%，同比-0.15/-6.25pct。

➤ **公司换帅进一步深化品牌、渠道、组织架构改革，期待公司调整后重新出发。** 1) **品牌策略方面，**公司对品牌进行分梯队管理和资源分配，其中①**第一梯队品牌**包含六神、玉泽，目标打造为细分行业中的领跑品牌，其中六神面向大众人群，做深做透清凉资产，24H1 上新止痒、祛味功能的随身花露水以及“金榜题名”联名花露水；玉泽专研肌肤敏感和医美术后人群，打造敏感肌及医美术后品牌。②**第二梯队品牌**包含佰草集、美加净，力求打造规模赛道中的“质价比”品牌，其中佰草集主攻护肤品类，尤其是抗老和美白热门功效，提升市场份额，24H1 推出针对熟龄肌消费者的全新高端护肤产品“紫御龄至臻抚纹系列”；美加净面向大众女性，在护肤和个护品类打造性价比，持续扩大消费者人群，提升品牌规模。③**第三梯队品牌**包含双妹、典萃、启初、家安、高夫等其他品牌。2) **渠道方面，**线上渠道将重点突破兴趣电商，发展新兴电商，稳固平台电商，重点打造以内容为中心的线上运营能力；线下渠道将结合市场环境尝试拓展零售渠道并提升效率。3) **组织架构方面，**持续深化事业部制改革，进一步调整国内业务组织机构，调整个护事业部（含六神、美加净品牌）、美妆事业部（含玉泽、佰草集、典萃、双妹品牌）、新设创新事业部（含启初、家安、高夫等品牌），吸引破局人才加盟，扎实推进扁平化管理，进一步提升运行和决策效率。

➤ **投资建议：**公司为化妆品行业龙头企业，看好中长期公司主线产品逐渐清晰、销售渠道效率提升、组织架构调整优化带来的内生增长，我们预计 24-26 年归母净利润为 5.02/5.70/6.71 亿元，同比增速 0.4%/13.5%/17.7%，对应 PE 分别为 20X、18X、15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；新品推出不及预期；战略调整不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,598	6,576	7,139	8,042
增长率 (%)	-7.2	-0.3	8.6	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	500	502	570	671
增长率 (%)	5.9	0.4	13.5	17.7
每股收益 (元)	0.74	0.74	0.84	0.99
PE	20	20	18	15
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

15.01 元



#### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

#### 分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

#### 研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

- 上海家化 (600315.SH) 2024 年一季报点评：组织架构转换及战略调整成效初显，盈利能力提升，期待公司后续良性成长-2024/04/24
- 上海家化 (600315.SH) 2023 年三季报点评：Q3 营销投入加大影响盈利能力，组织架构优化促未来健康发展-2023/10/26
- 上海家化 (600315.SH) 2023 年半年报点评：护肤品类恢复性增长，23H1 归母净利润同比高增 90%-2023/08/29
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年经营承压，23Q1 逐步修复，全年增长可期-2023/04/26
- 上海家化 (600315.SH) 2022 年三季报点评：六神品牌强势增长，单 Q3 业绩增速转正-2022/10/26

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,598	6,576	7,139	8,042
营业成本	2,707	2,636	2,828	3,155
营业税金及附加	46	46	50	56
销售费用	2,770	2,795	3,055	3,458
管理费用	616	526	557	611
研发费用	147	145	157	177
EBIT	364	520	586	688
财务费用	5	23	20	16
资产减值损失	-35	-25	-31	-36
投资收益	85	70	81	90
营业利润	556	542	616	726
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	563	549	623	733
所得税	63	47	53	62
净利润	500	502	570	671
归属于母公司净利润	500	502	570	671
EBITDA	586	751	834	941

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	940	966	1,558	2,217
应收账款及票据	1,172	1,108	1,251	1,386
预付款项	83	71	77	89
存货	777	757	811	891
其他流动资产	2,610	2,870	2,850	2,859
流动资产合计	5,582	5,772	6,546	7,443
长期股权投资	388	395	395	395
固定资产	824	916	988	1,049
无形资产	800	809	817	825
非流动资产合计	6,148	6,117	6,180	6,245
资产合计	11,730	11,889	12,726	13,688
短期借款	47	92	92	92
应付账款及票据	751	707	798	870
其他流动负债	2,051	2,414	2,622	2,872
流动负债合计	2,848	3,214	3,511	3,835
长期借款	502	0	0	0
其他长期负债	690	655	645	635
非流动负债合计	1,191	655	645	635
负债合计	4,040	3,868	4,156	4,469
股本	676	675	675	675
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,690	8,021	8,570	9,218
负债和股东权益合计	11,730	11,889	12,726	13,688

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-7.16	-0.32	8.55	12.65
EBIT 增长率	-38.54	42.85	12.65	17.53
净利润增长率	5.93	0.45	13.47	17.72
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	58.97	59.92	60.39	60.77
净利润率	7.58	7.64	7.98	8.34
总资产收益率 ROA	4.26	4.22	4.48	4.90
净资产收益率 ROE	6.50	6.26	6.65	7.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.96	1.80	1.86	1.94
速动比率	1.63	1.48	1.56	1.64
现金比率	0.33	0.30	0.44	0.58
资产负债率 (%)	34.44	32.54	32.66	32.65
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	68.10	62.42	59.49	59.02
存货周转天数	113.42	104.76	99.81	97.12
总资产周转率	0.55	0.56	0.58	0.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.74	0.74	0.84	0.99
每股净资产	11.39	11.88	12.69	13.65
每股经营现金流	0.15	0.96	1.15	1.33
每股股利	0.23	0.03	0.03	0.04
<b>估值分析</b>				
PE	20	20	18	15
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.65	13.00	11.70	10.37
股息收益率 (%)	1.53	0.20	0.23	0.27

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	500	502	570	671
折旧和摊销	222	231	248	253
营运资金变动	-574	-35	-34	-22
经营活动现金流	103	650	777	897
资本开支	-119	-302	-284	-289
投资	-372	-122	0	0
投资活动现金流	-361	-197	-202	-200
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-208	-178	100	50
筹资活动现金流	-499	-427	17	-38
现金净流量	-747	26	593	659

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026